



TITLE:

# 国債発行と金融政策

AUTHOR(S):

中谷, 実

---

CITATION:

中谷, 実. 国債発行と金融政策. 経済論叢 1966, 97(2): 151-165

ISSUE DATE:

1966-02

URL:

<https://doi.org/10.14989/133120>

RIGHT:

# 經濟論叢

第九十七卷 第二號

---

哀 辭

故吉村達次教授遺影および原稿

国債発行と金融政策 .....	中 谷 実	1
アージリスの組織理論 (1) .....	田 杉 競	16
貸借対照表という用語の創出過程 .....	高 寺 貞 男	30
独占価格と生産価格 .....	松 石 勝 彦	51

記 事

吉村教授逝く

追悼文 (池上 惇 林 直道 松井 清)

追憶談 (坂寄俊雄 稲垣 武 原田篤己)

故吉村達次教授略歴・著作目録

---

昭和四十一年二月

京 都 大 學 經 濟 學 會

# 国債発行と金融政策

中 谷 実

## I

金融政策が、通貨政策であるよりもむしろ流動性政策でなければならぬということは、わが国でもかなりの支持者をもっている。理論の当否については、早くから論議が重ねられてきたが<sup>1)</sup>、わが国では、流動性政策が現実の金融政策として採り上げられるまでに、その素地ができていなかったといつてよい。市場を無視した人為的な低金利政策の持続は金利の調整機能を殺し、たとえ日銀と市中金融機関とのあいだに市場操作が行われても、この操作が固定価格で行われたために、この面から市場金利に影響することもありえなかった。また操作の対象も、政府保証の公社債・公団債や金融債・電力債などで国債がなく、たとえば一金融機関の債務が、通貨の裏づけとして果して適当だろうかというような、割切れぬものを含んでいた。このようにして金利の固定化は市場の発達を阻害し<sup>2)</sup>、市場のないことまたはあってもきわめて不完全なことは、いわゆる流動性政策の行われうる素地をもたぬことになる。

このたび、財政の赤字を埋めねばならぬという曰むをえない理由から、国債が発行せられることになり、このような国債発行が認められたことから、さらに不況の打開・有効需要の創出など、バランスのとれた成長のためにも国債が発行せられるようになったことは、金融政策の面にも一歩前進の機会を与えるという、附随的な効果をもっている。国債の市中消化のために、他の諸種の利率との関連で国債利子が問題となり、国債利子の決定にあたって、いわゆる金利体系の是正や金利の自由化などが、真剣に考えられるようになったからで

1) ラドクリフ委員会の報告にいろいろの一般流動性に関する論議については、一谷藤一郎「金融政策の拠点としての一般流動性」(金融論選集Ⅱ)参照。

2) わが国の国債発行問題に関連する点は、拙稿「国債発行をめぐる『パンキング』」第211号参照。

ある。もちろん、金利の自由化といっても、長年の慣行を一挙に改めて、すべての金利を一時に需給関係で決まるようにもってゆこうというのではなく、金利体系の片隅にとり残されている電電公社債の自由金利を参酌したり、新規発行国債の価格のつけ方を考慮して、一応中核になる自由金利をもとめ、徐々に金利一般の自由化を実現してゆこうと考えていることはいうまでもない。そしてこのような過程の進行のうちに、公社債の流通市場が育成せられてくれば、いわゆる流動性政策とよばれるようなものが、わが国でも実質的な意味をもつようになるのである。

流動性政策といわれるばあい、その意味するところは、私にもおぼろげには理解できるのであるが、もしこれを通貨政策とは別個のものであると考えねばならぬのなら、流動性政策の具体的内容について、いまだ明確な理解に到達していない。恐らくは、金融政策一般と同じく、総有効需要が自由放任のばあいに成立し増減するような状態にたいして、一定の目的を実現するために、権力的な干渉を加えることであると思われる。それは、有効需要の総量だけではなく、その分布状態をも変更する政策であろうし、その目的が、通貨総量やその分布状態を変更するだけでは、達成しがたいことも解らぬではない。通貨だけが購買力をもつものではなく、たとえば流動性の高い資産は、通貨でなくても有効需要の増減に参加しうる。通貨数量の増減に比例して有効需要となりうるような流動資産が増減するわけのものではなく、さらに、通貨数量の増減と高流動性資産の数量増減とのあいだには、函数的な関係さえ認められない。そうであれば、総有効需要を規制したり有効需要の分布を規制するために、通貨数量を規制したり通貨量の分布を規制するだけでは、充分でないことは明らかである。そこで、流動性政策をば通貨政策とは別個のものと考え、通貨以外の高流動性資産の存在と分布とにたいする政策であるとするならば、流動性政策は通貨政策にたいして補完的な地位に立つ。また、通貨をも含めてすべての流動性資産を統制することによって、総有効需要や有効需要の分布を規制することが流動性政策であると考えれば、流動性政策は通貨政策を含み金融政策

そのものになる。

流動性政策の意味する内容が何であれ、流動性の高い資産は、人ざっぱに言って、通貨数量によって与えられる購買力にたいして、補完的な意味をもつ。流動性の高い資産は、必ずしも金融資産にかぎったことではなく、実物資産もその流動性を高める仕組みがありうるわけであるが、現実的な考え方に立てば、高流動性の資産は主として金融資産であるといえよう。金融資産のうち、通貨以外のものには、たとえば公社債や株式の発行のごとく、その発行に通貨の存在または通貨の創造を前提条件とするものもある。また、これらの金融資産が財貨・労務にたいする有効需要として発現するまえに、それらが通貨に転換せられねばならぬ、という事情もある。さらに、金融資産の多様化によって金融の効率が高められるといわれるばあい、通貨以外の金融資産の種類がふえたために、その需要者が他の方面に支出すべきであった通貨を、多様化した金融資産に振り向けるか、貯蓄性預金を引出してその金融資産の購入に充てる、というような事情が考えられている。そのばあい、消費支出を節約して証券の購入に充当したとすれば、通貨によって与えられた購買力が、証券の増加によって一部他の方向に振りかえられたにすぎず、貯蓄性預金を引出して証券の購入に充てられたとすれば、貯蓄性預金という金融資産の減少のかわりに通貨が創造せられ、その通貨によって証券が購入せられたのである。ここに例示したどのばあいにも、通貨以外の金融資産の増加は、通貨の存在または通貨の創造を前提しているといえようし、そのかぎりでは、通貨以外の金融資産の増加が、通貨需要の充されない部分を補足しているとは、いいがたいかもしれぬ。けれども、手形のような金融資産は、それが銀行で割引かれるためには、なんらかの形で通貨の存在または創造が必要であるが、相互に振出されて相殺せられる面では通貨の存在を前提しないし、完全に相殺せられなくても、それらの差額だけの通貨でこと足りのみならず、支払期日にいたるまでの有効需要は、通貨の存在を前提するとはいいいがたい。また、手形以外の金融資産でも、このように相殺の原理が働くような仕組みがつくり出されるならば、通貨の不足を

補足する意味で補完的機能をもつというのだろうか。それはあたかも、多数の銀行が歩調を揃えて信用創造をすると仮定したばあいに、現金通貨の需要増加以外にはキャッシュ・ドレインがなくなって、信用創造率が著しく高められる事情と同じである。

わが国のばあい、本年度は赤字公債を発行し来年度より建設公債が発行せられるはずであるが、償還期限7年程度の中期の国債であるから、それはかなりの流動性をもつものといえよう。そして一部は外国市場での起債も考えられているようであるが、原則としては市中公募であるから、市場の資金を圧迫することはいうまでもない。ただ、これを緩和するために、日銀は国債を担保とする貸出を行うようになるとともに、国債を市場操作の対象とするだろうから、応募による市中の流動性低下は、国債という流動資産を保有することによって、かなり回復せられる。しかも他面では、起債にもとづく政府支出の増加が、総有効需要の増大に貢献することはいうまでもない。このことは、国債の発行が、政府や銀行のアヴェイラビリティを増加することによって、通貨増発の可能性を創り出すことに他ならないが、市場操作の望ましい対象が増加することは、金融政策に一步前進の機会を与える所以である。

## II

国債の発行が進捗して国内に流動資産が多量に保有せられるようになると、政府支出が誘い水となって総有効需要の増大をもたらすとともに、金融機関のアヴェイラビリティにもプラスの効果を生じてくることは、一応間違いないことといえる。その過程で、公社債市場の育成や金利機能の回復に努力が傾けられれば、いわゆる金融の正常化も期待できようし、欧米流の金融政策が行われる素地も形成せられるだろう。そうしたばあいに備えて、国債発行下の金融政策の早急な立案が企てられていることは、まことに時期を得た措置である。そこでは、こんにちのようにゆがんだ日本の金融をどのように樹て直すか、また理想の姿にもってゆく過程で、生じてくるいろいろの抵抗や困難を、どうし

で克服してゆくか、ということが主要な問題となるだろう。そうした作業がどのように進捗しているかは知るよしもないが、ここでは、大量の国債が発行せられたばあい、いわゆる金融政策およびその効果が、どのように影響されるだろうかを考えてみる。

まず、国債の発行価格が固定的でなく、市場における需給関係によって左右されるようになると仮定すれば、増発の過程では、市中金融機関に融資があるあいだは、発行価格も利廻りもさほど変化しないだろうが、融資のなくなるにつれて、価格の下落・利廻りの上昇をきたし、そこで歯止めが生ずることは、常識として考えられるところである。もし価格の低下・利廻りの上昇を抑えて発行をつづけようとすれば、こんにち考えられているような7年の償還期限を短縮して、短期国債に転換してゆかねばならぬだろう。金融政策の側からみれば、長期国債も短期国債も、ともに市場操作の対象となって政策を行うための助けとなる。しかし、長期債のばあいには、価格変動の可能性が大きいから、短期債に比べて流動性が小さく、保有者にとって、流動的準備資産としての魅力が乏しい。ことに長期国債が大量に供給されるときには、価格の低下による資本損失が生じ易く、よほど売出価格を引下げないと、売操作に抵抗が生じるから、金融政策が期待したような目的を実現しがたいこともある。したがって、このような長期国債の相対的に低い流動性を高めるためには、政府または中央銀行が、いつでもこれを一定価格で買上げるという、国債価格支持政策が必要となるのであって、金融政策の面からは、一応、国債の償還期限は短いほうが望ましいといえよう。

金融政策の面からは短期国債のほうが長期国債よりも望ましいとしても、およそ国債が金融政策にとって重要な意味をもつのは、何故であろうか。また、すでにわが国では、金融債や電力債などが市場操作の対象になっているのであるが、国債のほうがこれより優るのにはそれだけの理由がある。種々の金融資産のうちで、国債がもっとも信用が大きく信用危険のないことはいうまでもないが、このことから、同じ期限、同じ利子率の他の種の金融資産よりも、国債

のほうが一層広く選好せられる。このことは、さらに、国債については広い市場が形成されやすいことを意味し、市場の広いことがまた、国債の流動性を高めるのである。ことに、短期の国債はもっとも流動性が高く、near money ということばがもっともよく当てはまるものであって、このような資産が多量に保有せられるようになると、金融政策の效果にたいして微妙な影響をもつことは、当然考えられるところである。前にもふれたように、通貨政策が巧みに行われて、予期どおりに銀行信用を抑制し通貨の供給を統制しえたとしても、短期国債のような流動性の高い資産が豊富に保有せられていたならば、引締めが強くなるにつれて、それが通貨の代役をつとめるようになるから、政策が期待したような効果が現われるかどうか、疑われるのも無理のないことである。換言すれば、金融政策が通貨政策であるかぎり、それは通貨の数量を統制しえても、その流通速度までを統制しえないのではないかと疑われるのである。

それでは、国債が多量に発行せられ、さらに中期債ばかりでなく短期債が累積するようになれば、金融政策はそれによって、効果を助長せられるのであるか。または政策の効果が妨げられるのであろうか。端的にその答を出すことは困難であるが、何よりもまず、金融政策が有効需要に影響を与えるとしても、それは一定の制約的な前提のもとにおいてのみ考えられることである。たとえばケインズ理論の線に沿って考えてみても、不活動残高が多額に保有せられている状態を前提すれば、取引のための資金需要が旺盛となっても、この需要は不活動残高から充足せられる。このようなときに資金需要を抑えるために引締め政策が行われても、たとえばよほど高利率の債券でも売操作をしないかぎり、流通速度はおろか活動残高さえ抑制しえない。金融政策が、引締めの面で有効であり、しかも金融機関のアヴェイラビリティが小さいときほど有効である、といわれるのは、金融政策の働きうる領域が、はじめから限定されていることを、示すものであろう。いま、金融政策が有効に適用せられる領域において、国債が多量に発行せられ、ことに短期国債のような near money がふえてきたならば、金融政策は流通速度を統制しえなくなるとすれば、国債の発行は、金融



政策にとって重大な問題となる。

### III

わが国でも現在の通貨供給方式に改められた当時、売操作・買操作によることが望ましいにちがいないが、操作の対象になる国債のないことが最大の欠点であり、何としてもこの操作対象を作り出すことが必要だと論ずるものもあった。ところが他面では、米英のように、戦争いらいの累積した国債をもつ国では、それが望ましいにちがいないが、国債は金融政策のために発行すべき性質のものでない、という反論もあった。ところがいまや、このディレンマが解消したのであって、市場操作の面から、国債の金融政策に役立つところの大きいことは、ここにいうまでもない。ことに国債が広く市中に行き渡れば、比較的小額の市場操作によって、各銀行の支払準備への影響を通じて、広汎な政策効果を期待できるところに、国債の金融政策への大きな貢献を認めることができるのである。

さらに、各種の国債の保有が、銀行をはじめ各種の金融機関などに広く行きわたり、また広汎な市場が形成せられるならば、金融市場に生ずる部分的な資金の集積や不足が、これらの国債を金融機関のあいだで売買することによって、円滑に緩和されることになるだろう。わが国でみられたような、コール・レートの異常高というようなことも、これによって解消せられるかもしれない。したがって、これを金融政策を行う立場からみると、金融市場に過度な資金の偏在がおこって好ましくない情勢が出現しても、金融市場の一部にだけ苛酷な統制を加えるようなことをしなくても、市場全体に、緩急自在な制約を加えることができるようになるのである。そうなれば、窓口規制や選択的調整というような直接的な手段を用いる必要もなくなるし、ある種の行政指導も要らなくなるだろう。金融政策の重要な手段とせられる支払準備率変更の政策は、その統制的効果がきわめて大きいのであるが、それが高率に変更せられるときには、統制せられる側からは、一方的な圧迫干渉と感ぜられやすい。また公開市場操

作も、わが国のばあいのように、便宜的に決められた価格で行われ、割当主義で売操作せられると、同様な感じで受けとられやすいが、市場価格に準じて、統制される側が保有したり手離したりすることを望むような条件で、売買操作が行われるならば、よほど、その圧迫干渉感が取除かれるであろう。そこで、大量の国債が広い市場で自由に流れるようになれば、強圧的な支払準備率の変更というような政策を、発現せねばならぬような機会も、少なくなるのではないかとと思われるのであって、金融統制にたいする国民的感情も改善せられることになるだろう。

ところが他面において、大量の国債は、金融政策の効果が浸透してゆく過程で、一種のクッションのような役割を果たすために、金融政策の実行が、一層複雑になり、またむつかしくなる面のあることを、否定しがたいのである。まず、金融政策はがんらい間接的な統制であって、それは、金融機関のアヴェイラビリティに影響し、その結果生じてくる金融機関のビヘイアーが、投資をはじめ経済活動に影響を及ぼすものである。したがって、政策の発動から究極の経済活動までのあいだに、効果の伝播する過程で力の弱まることが避けがたい。たとえば、公定歩合を日歩2厘上下しても、銀行の貸出利子には、じっさいには、日歩1厘の変更しかみられぬ、といった事情である。このようなところへ、国債が発行せられ大量に集積せられてくると、政策に対応して容易に売買が行われ、さらに短期国債のばあいには、near money として流通速度の増大を生ぜしめるというような副作用が加わってくる。そうになると、一定の情勢変化を生ぜしめるために適当な金融政策が行われても、その政策効果が一部中和せられて、所期の程度の究極的效果を生ずるかどうか、はなはだ疑わしい。政策当局は、こうしたはね返り効果を予め計算に入れて政策を行わねばならぬから、政策の実行がむつかしさを加えることになるのである。

ことに国債の発行が進捗してくると、当然国債管理の政策がとられるようになるだろうし、現在の米穀証券等の短期国債についても、制度の改革が行われるだろう。そうなれば、長短区々の国債が、いろいろな機関によってもたれる

ようになることも想像できる。国債管理が何であるかについては、必ずしも一致した見解があるわけではない。しかし、もっとも一般的な解釈によれば<sup>3)</sup>、(1) 政府が財政収入を挙げるために、または満期の国債を償還するための資金を得るために、国債を発行するばあい、どのような型の国債を発行するかを決めることであるが、(2) 同時に、中央銀行が、市場操作を行うにあたって、どのような型の公債を売買すべきかを決定することも、これに含めしめられている。けれども、赤字公債の発行や財政余剰金で公債を償還することは、財政政策であって国債管理ではない。また、中央銀行が、支払準備率を変更したり、ある額の国債の売操作・買操作を行うことによって、通貨の供給量を変更することは、金融政策であって国債管理ではない。したがって、国債管理の特徴は、各種国債の構成を変更することにあるが、このことが、理論上、選択的金融統制と同じ効果をもちうるのである。たとえば、財政的理由から、長期国債を発行してその資金をもって既存の短期国債を償還すると仮定しよう。このことは政府の流動性を増すことになるが、反対に民間にたいしては引締め効果をもつことになる。その過程を辿ると、まず長期国債の増加によってその価格は下落し長期債利廻りが上昇する。このことは長期利子率の上昇を誘うのであるが、逆の過程を辿って短期利子率は低下する。そして、短期利子率の低下による経済刺激効果よりも、長期利子率の上昇による国民経済への抑圧効果のほうが、重要な役割を営むと考えられるからである。現実には、どちらの効果が強く現われるかは、もちろんはっきり予想できないけれども、少なくとも、経済成長のための金融政策がとられるときに、政府もまた流動性の増加を求めて長期国債を発行するならば、金融政策の効果が減殺されることになるだろう。賢明な国債管理は、このようなことのないように、その経済的効果を考えた上で実施せらるべきであるけれども、このような経路をたどってゆくと、国債管理は、金融政策を困難ならしめる面をもっている。

ここに述べたことは、いうまでもなく、国債管理と金融政策との関係だけを

3) W. Smith, *Debt Management in the United States*, 1960, pp. 2, 27.

みたものであって、現実の経済がこれら2つの面だけから動くものではさらさらしない。長期国債を発行して得られた資金がすべて短期国債の償還に使われたとしても、直後における民間の資金量は総額として影響をうけるものではない。他面で政府の流動性が大きくなったことは、政府支出の増加を誘発するであろうし、それが乗数倍の所得増加に導くことも考えられる。この面をみれば、このような国債管理は、結局には金融政策と競合するともいわれるだろう。

またここでは、金融緩和・経済刺激のばあいについてみたのであるが、緩和的な金融政策は、一般に国債が存在しているときと、そうでないときとで若干異った効果を生ずることが考えられる。いま、景気が停滞から上昇へ向う時期を想像して、金融緩和政策がとられ、なんらかの形で商業銀行に過剰準備ができたと仮定しよう。国債とくに短期国債が存在しないときには、その過剰準備は、中央銀行への預金の形をとっているであろうし、景気上昇に伴って貸出需要がおこってくれば、この過剰準備にもとずいて貸出拡張が行われるであろう。ところが短期国債が大量に存在しているときには、過剰準備は、民間の他の投資家もっている短期国債を購入して、短期国債の形で保有せられている。このばあい銀行に短期国債を売渡した投資家は、おそらく、短期国債の利子を犠牲にして現金を需要したのであるから、まえに挙げた銀行への貸出を求めた人と同じ立場にあるはずである。そこで、これら2つのばあいを比較してみると、景気が上昇する過程で銀行に過剰準備があるばあいに、増加する資金需要が過剰準備によって充されるということが、短期国債の存在しないばあいよりも、短期国債の存在するばあいにおいて、一層早く現われるのである。金融政策にとっては、タイミングがきわめて重要であるし、最近のわが国でも、政府による景気浮揚政策の良し悪しよりも、その出方の遅いことが問題になっている。そうすれば、金融緩和政策がとられるときに、短期国債が存在しているほうが、タイミングの上で望ましいのではないか。

さらに、上にのべた短期国債の形での過剰準備が、かなりの量で銀行によって購入せられたとすれば、そのことは、短期国債の価格を引上げている反面、

その利子率を低下していることに注意せねばならぬ。短期国債の利廻り低下が、どの程度銀行の貸出利子に影響するかは別としても、短期国債のみならず、中期・長期の国債にも価格上昇を招くだろうから、それら中・長期国債の売却が容易になり、それらの流動性が高まるのである。

#### IV

金融政策にとって重要なのは、緩和政策や景気刺激政策の必要なときよりも、むしろ景気の過熱を抑制したり国際収支の悪化を防ぐなどのために、引締め政策の必要とせられるときである。

まず、景気上昇過程には、資金需要が旺盛となり、銀行がこの需要を充すと、企業は投資を拡大し、投資が拡大するにつれて、乗数倍の所得が形成せられる。このような過程が進行するにあたって、国債のような流動資産がないときには、銀行は、中央銀行からの借入れと預金の受入れによって得た資金により、または信用創造によって、旺盛な資金需要に応ずるのである。ところが、短期国債のような流動性の高くしかも利子収益を伴う資産が存在するときには、若干事情が異なる。この短期国債が銀行その他の金融機関に保有せられていたとすると、投資の拡大にもとずいて所得の増加したものは、所得の一部を銀行に預金するかもしれぬが、流動性が高くても収益性のともなった資産の保有に向ける可能性が大きい。この資産の保有は、銀行その他の金融機関から購入せられたのであって、銀行その他の金融機関は、これによって得た資金をもって、旺盛な資金需要を充足しうるのである。短期国債の存在しない前のばあいには、投資の増加が主として通貨の増発によって賄われたのにたいして、収益を伴う流動資産の存在する後のばあいには、資産の所有者がかわることによって、投資の増大が、通貨の増発のみならず、流通速度の増加によって賄われたことになるのである。また、前のばあいに通貨の増発のみによらず、流通速度の増加が必要であるとすれば、わが国で企業間信用の膨脹が起ったように、私的な信用手段が用いられるであろうし、私的な信用手段に比すれば、短期国債のほう

が、流動性や移転性のうえで勝っているといわねばならない。

さらに、短期国債のような収益性のある高流動性の資産が、地方団体、大企業および個人等のあいだで移転せられることによって、流通速度の増加が起りうる。いま、各企業や個人も、資産の一部を短期国債の形で保有するものと仮定しよう。たとえばある企業が、投資のために資金の調達を必要としたときには、保有している短期国債を個人または他の企業に売却することによって、これを調達できる。すなわち、通貨総量の増加のみによらないで、この企業は投資の資金を賄いうるからである。

このようにして、国債が発行せられしかも流動性の高い短期国債が多くなれば、景気の過熱を抑えるために引締め政策がとられても、その効果が現われるまでに、クッションとしての役割を果すことになる。したがって、金融政策を発動する当局としては、政策の効果が、クッションを通じたのちにどのような形どのような大ききで現われるだろうかを、見究めて、できるだけ正確なねらいをつけねばならぬ。一定の強さの引締め政策が行われ、ある大きさの通貨・信用量の抑制が現われたとしても、存在する国債の期限に関する構成が異れば、まったく異った経済的效果をもつことになるのである。そして、長期・中期または短期の国債の構成が変化するのは、政府がその流動性を高めるために、短期の国債を償還して長期の国債を発行するようなばあいにもおこるけれども、ここで問題としているような引締め政策がとられ金利水準が高まるときには、長期・中期の国債は売却が困難となり、政府の意志とは無関係に国債全体の期限が短縮化するのである。

上に述べたところは、いうまでもなく、国債の流通市場が完全にその機能を発揮していることを、前提しているのである。もしも、公社債市場が不備であったり、またはその他の証券市場が沈滞・梗塞しているならば、金融引締めに当っては逆のクッション効果が介入するから、金融引締めの究極の効果は、ますます予測が困難になるだろう。また、金融引締め政策がとられるときに、わが国でみられたように充分な短期国債が存在せず、そのうえ市中銀行の日銀へ

の依存性が大きいばあいには、引締め効果がかかなり速やかに現われてくるのである。ところが、ここに述べたように、国債によるクッション効果が介入してくると、政策当局が引締め政策を発動してからのちも、所期の効果が現われてくるまで、たえずその経過に注意して、政策の強弱手直しを繰返さねばならぬから、金融政策のタイミングという点でも、困難さが加わるものと考えられる。

最後に、国債管理が金融政策と協調して行われるばあいについてみよう。景気が過熱して引締め政策がとられねばならぬが、そこに短期国債が多量に存在するときには、上記のごとく、政策の実行が複雑でむづかしくなる。そこで、国債管理の面から協調的に、国債の構成をかえて短期国債を減らし長期国債をふやすことが必要だと、いわれている。国家財政の立場からいえば、利子率の低い不況時に長期国債を発行するほうが、低い利子負担の利益を長く享受しうるわけであって、景気の上昇した高金利の時期に、長期国債を発行することは得策ではない。したがって、国債管理の面から引締め政策に協調することは、財政に利子負担増大の犠牲を強いることになるが、もしもこの協調がえられたならば、金融政策の効果は高められる。ただ、これによって財政の流動性が高まるために、財政よりの支出増加が抑制せられねばならぬことは、いうまでもない。しかしながらまた、財政の立場から有利なように、不況の時期に長期の国債をふやし短期の国債を減らすことも、経済の安定にとって効果がないわけではない。すなわち、短期国債を減らすことは、その価格を高め利子率を低下せしめる面をもっている。こうして、短期利子率が低下すれば、銀行はその貸出態度において攻勢に転ずるであろうし、景気回復に貢献するだろうからである。また、増加せられた長期国債については、不況の時期には、銀行にとって好ましい融資先を得がたいから、遊資をもって発行せられた長期国債を保有するだろうし、しかも長期国債をかかえていては、景気が上昇に転じ引締め政策が行われるようになって、これを資金化して引締めに抵抗しえないからである。

## V

この小篇では、国債が発行されてゆく過程において、現実にはどのような金融政策がとられるべきか、ということの問題にしたのではない。わが国もいよいよ国債を多量にかかえた経済に、転向してゆこうとしているのであるから、そうした国債をかかえたばあいに、金融政策がどのような影響をうけるだろうか、金融政策はそれによってやり易くなるのかまたは困難になるのか、ということ、を、他の諸事情を捨象し国債と金融政策の関係だけを抽出して、考察したものである。

国債一とくに短期国債の累積している国で、通貨だけを統制しても金融統制の効果を期待しがたかった経験から、金融政策は通貨でなく一般流動性を統制せねばならぬと、いわれたことがある。そこで、国債の累積が金融政策にどのような影響を及ぼすかを分析した結果、一面では金融政策の実行に貢献する面もあるが、他面では、金融政策の実行を複雑なものとし、技術的に困難さを加えることが否定できないことが明らかになった。しかしながら、国債の累積によって、金融政策がその効果を発揮しがたくなるとか、金融政策が無効になるというふうに考えることは、大きな誤りであることを、ここで明らかにしておきたい。通貨でなく一般流動性を統制せよという主張にしたがうならば、国債管理を、金融政策が目的としたのと同じ目的のために、利用することが1つの方法であろう。なるほど、好況時に景気を抑えるために、短期国債を減らして長期国債を増加し、不況の時期には、反対の方向に国債の構造を変更することによって、金融政策に代る役割を果しえないわけではない。けれども、国債管理によって政府に流入した資金は、政府の一般行財政活動の資金に加わり、国債管理によって流出する資金は、一般行財政活動の資金の中から流出する。しかも政府の行財政活動は、金融政策が目的とするのと同じ目的のために活動するものではない。したがって、国債管理だけをとりつめても、政府財政自身の目的のために、金融政策の目的を犠牲にすることが、絶対にありえないと



いう保証はないのである。それどころか、もしも金融政策よりも有効に効果を挙げうる面があるからとて、金融政策当局が、国債管理に統制の仕事を委ねてしまつて、ほんらいの金融政策の仕事を遂行する熱意を欠くならば、それこそまったく由々しい問題といわねばならない。もとより金融政策の効果にも限界があり、他の諸政策と協同してその目的を達成すべき面が多いのであるが、国債管理は、金融政策に代るものではなく、金融政策の効果を確實ならしめるための補助手段たるべきものである。